

Cary Krosinsky*
ORCID: 0000-0001-9291-2346
cary_krosinsky@brown.edu

Zrównoważone inwestowanie w Stanach Zjednoczonych

Streszczenie

Celem opracowania jest ocena wyników aktywnego zrównoważonego inwestowania w USA w kontekście rozwoju ruchów anti-ESG. W artykule przedstawiono autorską koncepcję: „The Seven Tribes of Sustainable Investing” zawierającą siedem odrębnych i różniących się strategii inwestycyjnych: 1) negatywna selekcja, 2) pozytywna selekcja, 3) wpływ społeczny, 4) inwestowanie tematyczne, 5) integracja celów ESG, 6) zaangażowanie akcjonariuszy i 7) minimalne standardy, które prowadzą do różnych wyników finansowych oraz zróżnicowanego wpływu na społeczeństwo i środowisko. Syntetycznie scharakteryzowano także rozwój ruchów anti-ESG i ich przyczyny. Z analizy zwrotów z 10 zrównoważonych funduszy wynika, że w ciągu dekady żaden z tych funduszy nie osiągał znacząco gorszych wyników od benchmarku. Wyniki te stanowią kontrargumenty dla zwolenników ruchu anti-ESG, a zwłaszcza przeczą tezę, że zrównoważone inwestycje nie spełniają obowiązku powierniczego. Dlatego w konkluzji podkreślono zasadność promowania i realizowania koncepcji ESG, wbrew jej przeciwnikom, i to nie tylko w USA.

Słowa kluczowe: zrównoważone inwestowanie, zrównoważone fundusze, regulacje anti-ESG, zwrot z inwestycji

Kody JEL: G10, G23, K22, O16

Sustainable Investing in the United States

Abstract

The aim of the paper is to assess the performance of active sustainable investing in the U.S. particularly in the context of the rising anti-ESG movement. The paper presents the author's concept: The Seven Tribes of Sustainable Investing, which include: 1) negative screening,

* Cary Krosinsky – wykładowca uniwersytecki (Brown, Yale, NYU i Harvard University), autor i starszy doradca specjalizujący się w zagadnieniach klimatu, energii i zrównoważonych finansów. Członek NYS Common Retirement Fund Decarbonization Advisory Panel oraz współzałożyciel Instytutu Zrównoważonych Finansów (SFI).

Autor pragnie podziękować Sahilowi Mulji za jego wkład w wersję roboczą artykułu.

2) positive/best in class, 3) impact, 4) thematic, 5) ESG integration, 6) shareholder engagement and 7) minimum standards, which have differing financial outcomes and impacts. The development and the roots of the anti-ESG movement are also synthesized. An analysis of the returns of 10 sustainable funds shows that none of these funds significantly underperformed their benchmarks over a 10-year period. These results provide a counter-argument to the proponents of the anti-ESG movement and, in particular, contradict the claims that sustainable investments do not fulfill their fiduciary duty. Therefore, the conclusion emphasizes the validity of promoting and pursuing the ESG concept against its opponents, in the U.S. and beyond.

Keywords: Sustainable Investing, sustainable funds, anti-ESG legislation, return on investment

JEL Codes: G10, G23, K22, O16

Od jakiegoś czasu w Stanach Zjednoczonych rośnie zainteresowanie zrównoważonym inwestowaniem we wszystkich jego formach¹. Wraz ze wzrostem zainteresowania inwestycjami uwzględniającymi kryteria środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego (inwestycje ESG), rosło też zainteresowanie regulatorów i legislatorów oraz liczba regulacji w tym obszarze. Oczekuje się, że w ciągu najbliższych kilku lat znacząco wzrośnie wartość inwestycji ESG. Bloomberg prognozuje, że do 2025 roku w skali globalnej zostaną zainwestowane 53 biliony dolarów USD w zrównoważone aktywa, co stanowić będzie ponad jedną trzecią wartości wszystkich globalnych inwestycji (World Economic Forum 2022). Niezależnie od zmienności warunków rynkowych i realiów geopolitycznych², zrównoważone inwestowanie w USA odnotowuje w perspektywie długoterminowej lepsze wyniki finansowe.

¹ Na przykład w 2019 roku Morgan Stanley na podstawie przeprowadzonego badania stwierdził, że 95% millenialsów (pokolenie Y) jest zainteresowanych zrównoważonym inwestowaniem (Morgan Stanley 2019). W 2020 roku trzy z czterech zrównoważonych funduszy rozpoznanych przez Morningstar (firma zajmująca się badaniami inwestycyjnymi, która gromadzi i analizuje dane dotyczące funduszy, akcji, obligacji oraz ogólne dane rynkowe) osiągnęło wyniki finansowe powyżej średniej w swojej kategorii (Hale 2021). W 2021 roku większość inwestorów firmy ExxonMobil (amerykańskie przedsiębiorstwo z branży naftowo-gazowej) głosowała za zmianami w zarządzie, a następnie wybrała dwóch kandydatów do zarządu nominowanych przez inwestorów aktywistów, którzy zobowiązali się skierować firmę w stronę czystszej energii i odchodzić od ropy i gazu. Na podjęcie takiej uchwały wpłynęło dołączenie Blackrock do grupy instytucji finansowych w tzw. Climate Action 100+, które zarządzają ponad 68 bilionami USD (Climate Action 100+ 2021).

² Ponieważ w latach 2020–2021 pierwsze duże fale epidemii COVID-19 skłoniły wiele osób do pracy z domu, popyt na ropę znacznie spadł, a cena baryłki przez krótki czas była ujemna. W miarę utrzymywania się tych tendencji, na początku 2021 roku koncerny naftowe w Houston zastanawiały się, co zrobić z wieloma tysiącami zatrudnionych inżynierów, ponieważ długoterminowe projekty inwestycyjne nie wydawały się już opłacalne finansowo, pomijając przy tym spodziewany wpływ na rzeczywistość klimatyczną, co jeszcze bardziej wstrzymywało przyszłe działania i pozycjonowanie na rynku. Sytuacja zmieniła się wraz z inwazją Rosji na Ukrainę na początku 2022 r. Towarzyszył jej wzrost niedoborów w łańcuchach dostaw, który doprowadził do wyższych cen (zwłaszcza ropy i gazu) oraz inflacji.

1. Siedem kategorii zrównoważonego inwestowania (*The Seven Tribes of Sustainable Investing*)

Sustainable Investing (zrównoważone inwestowanie) i Impact Investing (inwestowanie o pozytywnym społecznym lub środowiskowym wpływie) to dwa najczęściej używane, nadrzędne terminy opisujące siedem odrębnych i różniących się strategii inwestycyjnych, które różnią się specyficznymi praktykami i wynikami finansowymi. Siedem kategorii obejmuje: 1) selekcję negatywną, 2) selekcję pozytywną (najlepszą w swojej klasie), 3) wpływ społeczny, 4) inwestowanie tematyczne, 5) integrację, 6) zaangażowanie akcjonariuszy i 7) minimalne standardy (Krossinsky 2023).

1. Negatywna selekcja polega na wykluczaniu określonych podmiotów lub sektorów z funduszu lub portfela funduszu i w zasadzie odzwierciedla początki zrównoważonego inwestowania określane mianem inwestowania odpowiedzialnego społecznie (ang. *Socially Responsible Investing*, SRI). Podczas, gdy niektóre fundusze emerytalne wykorzystują wszystkie możliwości inwestycyjne, kierując się tylko względami finansowymi, czy też realizują strategię *own the market*, to inni inwestorzy (zarówno osoby indywidualne, jak i rodziny, a w niektórych przypadkach właściciele aktywów dużej wartości, jak: miejskie lub stanowe fundusze emerytalne, fundusze uniwersyteckie lub fundacje) przyjmują kryteria dokonywania inwestycji, wykluczając zaangażowanie w aktywa podmiotów je nie spełniających. Stąd też określenie negatywna selekcja. Miejskie i stanowe fundusze emerytalne w USA powinny dbać o maksymalizowanie zwrotów z alokacji aktywów czy osiągnięcie oczekiwanej rocznej stopy zwrotu dla swoich beneficjentów. W tym kontekście przejawem negatywnej selekcji są apele do dezinvestycji w danym regionie, sektorze lub określony podmiot, ale nie stanowią one strategii podstawowej i często nie wywołują znaczących zmian. W procesie sprzedaży i kupna akcji ktoś je oferuje, a ktoś inny nabywa i nie ma oczywistych przypadków braku zainteresowania inwestorów akcjami podmiotu, jeśli ich cena jest odpowiednia³.

Negatywną selekcję zapoczątkowały apele do dezinvestycji w Republice Południowej Afryki w czasie apartheidu. Jednakże wycofanie się z inwestycji w tym kraju – m.in. z uwagi na to, że południowoafrykański biznes stanowił bardzo niewielki element światowej gospodarki i korporacyjnych łańcuchów dostaw – było znacznie łatwiejsze niż w odniesieniu do paliw kopalnych, których nabywanie jest integralnym elementem łańcuchów dostaw niemal wszystkich dużych spółek notowanych na giełdach. Niedawny wzrost zainteresowania ruchem „anty-ESG” (wspierającym

³ Nie ma zatem namacalnych dowodów na to, że dezinvestycja powoduje jakąkolwiek zmianę wartości finansowej docelowych spółek. Chociaż wzrost zainteresowania ryzykiem klimatycznym prawdopodobnie jest podstawą ruchu „antyESG”, ponieważ bez odpowiedniego zainteresowania inwestorów ceny akcji mogą spadać, i spadają, co można było zaobserwować na przykładzie spółki węglowej Peabody Energy, której cena akcji spadła z około 70 dolarów jakieś dziesięć lat temu i spółka została wyłączona z indeksu S&P 500 z powodów finansowych. Można powiedzieć, że nawoływania do „zakazu ESG” to w rzeczywistości jeszcze jedna negatywna osłona i w rezultacie nie są one najlepszym sposobem na optymalizację wyników finansowych dla inwestorów.

dezinwestycje zgodnie z koncepcją ESG) w USA nastąpił z obawy, że jeżeli niewystarczająca liczba inwestorów będzie zainteresowana posiadaniem „dyskryminowanych” aktywów, może to zwiększyć koszt pozyskania kapitału lub stygmatyzację posiadaczy tych aktywów. Zrównoważone inwestowanie obejmuje jednak szerszy zakres niż dezinwestycje.

2. Pozytywna selekcja jest przeciwieństwem procesu negatywnej selekcji lub pierwszej fali społecznie odpowiedzialnego inwestowania skupionej na wykluczaniu z inwestycji w podmioty niespełniające określonych kryteriów. Dlatego zamiast rezygnować z inwestycji w określony indeks lub segment rynku, na którym występują podmioty źle postrzegane i zwykle nieradzące sobie dobrze finansowo (np. kilka lat temu Norges Bank, jeden z największych właścicieli aktywów na świecie, poinformował o poniesionej stracie spowodowanej wycofaniem się z inwestycji w branży wyrobów tytoniowych i broni (Katz 2018)), można skupić się na poszukiwaniu możliwości inwestycyjnych, w tym zwłaszcza w obszarze rozwiązywania problemów klimatycznych, czyli dokonać selekcji pozytywnej. Takie okazje inwestycyjne stanowią podmioty dostarczające rozwiązania zwiększające produktywność lub – w coraz większym stopniu – branża opieki zdrowotnej, która stała się kluczowym celem dla inwestorów zainteresowanych pomocą w rozwiązywaniu problemów społecznych w obszarze zdrowia. Także sektor Venture Capital koncentruje się w coraz większym stopniu na wyszukiwaniu nowo powstałych firm, które podejmują wyzwania związane ze zrównoważonym rozwojem. Ogólnie, w ostatnich latach zainwestowano ponad 100 miliardów USD w rozwiązania klimatyczne i nie zaobserwowano spowolnienia rozwoju funduszy ukierunkowanych na klimat (CTVC 2022).

3. Inwestowanie o pozytywnym społecznym lub środowiskowym wpływie (ang. *impact investing*) to inwestowanie w zamiarem poprawy dobrobytu regionu docelowego czy grupy osób. Obecnie obejmuje inwestycje o wartości ponad 1 biliona USD dokonane głównie w rozwiązania służące osobom mniej zamożnym, jak zapewnienie dostępu do opieki zdrowotnej, usług finansowych, mieszkalnictwa, edukacji czy zapewnienie im podobnych możliwości inwestycyjnych, głównie na rynku prywatnym (Hand, Ringel, Danel 2022).

4. Inwestowanie tematyczne zwykle ma charakter *private equity* lub *venture capital* i koncentruje się na ważnych i priorytetowych celach lub obszarach, jak czyste technologie (energia odnawialna, czysta woda), w tym powiązanych z innowacjami i zrównoważonym finansowaniem. Przykładowo Bloomberg New Energy Finance apeluje do przeznaczania rocznie 3–5 razy więcej bilionów USD na rozwiązanie problemów związanych ze zmianami klimatycznymi (BNEF 2022). Przy czym znaczna część tego finansowania ma być kierowana na realizację projektów w zakresie energii odnawialnej, w tym wdrożonych do tej pory strategii *de-riskingu*⁴.

⁴ Studia przypadków dotyczące osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju (SDGs) z wykorzystaniem finansów można znaleźć w białej księdze InvestNYC opublikowanej przez New York University w 2021 r. (Krosinsky i in. 2021).

5. Integracja ma obecnie na celu pozycjonowanie podmiotów o wysokich istotnych ratingach ESG jako możliwości inwestycyjnych, które mogą zwiększyć zwrot lub obniżyć ryzyko portfela. To obszar, w którym w ostatnim czasie skupiono się na problemach związanych z „greenwashingiem”, któremu sprzyja niska jakość danych ESG, co dobrze zostało udokumentowane (Berg, Kölbel, Rigobon 2022). Fundusze ETF (ang. *Exchange Traded Fund*) skoncentrowane na ESG mogą w praktyce nie podlegać zmieniającym przez Securities and Exchange Commission (SEC) zasadom dotyczącym ujawniania informacji klimatycznych (oczekiwanym wiosną 2024 r.), co może obniżyć ich atrakcyjność dla inwestorów zainteresowanych pozytywnym wpływem i wyższymi zwrotami finansowymi (SEC 2022).

6. Zaangażowanie akcjonariuszy dotyczy przypadków, kiedy inwestorzy wykorzystują swoją pozycję do angażowania zarządu w kwestie, które uważają za istotne, np. do poszukiwania możliwości w obszarze ESG. Aktywne zaangażowanie akcjonariuszy w działalność podmiotu jest ugruntowane praktyką, która zrodziła się z konieczności zapewnienia mechanizmu kontroli i równowagi w systemie finansowym (ang. *check and balance*). Niektóre fundusze emerytalne inwestują w indeksy giełdowe, a następnie nawiązują współpracę z podmiotami, których są udziałowcami, w celu wpływu na ich działalność i osiągane wyniki. Przykładowo, raportowane w przeszłości przez CalPERS⁵ lepsze wyniki finansowe przypisano zaangażowaniu akcjonariuszy, ich wysiłkom ukierunkowanym na poprawę standardów w zakresie ładu korporacyjnego (Junkin 2015). Natomiast fundusz emerytalny stanu Nowy Jork (NY State Common Retirement Fund) zarządzający ponad 250 miliardami USD na rzecz ponad 1 miliona beneficjentów, posiada bardzo aktywny zespół ds. zaangażowania korporacyjnego, a także inwestuje ponad 20 miliardów dolarów bezpośrednio w zrównoważone finanse (DiNapoli 2021). Przykłady te ilustrują, że strategia zaangażowania akcjonariuszy nie wyklucza inwestowania w podmioty o niższych standardach, ale dobrze rokujące, a wiodący inwestorzy mogą i często wykorzystują kilka z siedmiu kategorii zrównoważonego inwestowania omawianych w tej części opracowania.

7. Minimalne standardy (strategia obejmująca stosowanie zasad, reguł, procesów i norm jako minimalnych standardów inwestycyjnych) stanowi kolejną kategorię zrównoważonego inwestowania przynoszącą korzyści wszystkim zaangażowanym stronom zgodnie z mottem: „przypływ podnosi wszystkie łodzie” (ang. *lift the tide of all boats*). Przykładowo, nowojorskie restauracje są oznakowane literami, które stanowią system oceny higieny i są obowiązkowo wywieszane w oknach lokalu, aby informacja ta była widoczna dla klientów. W przypadku inwestycji takowy system „oznaczenia jakości” historycznie nie istniał. Jednak coraz częściej właściciele aktywów, jak np. Yale Endowment (YaleNews 2021), NYS Common (Krosinsky 2019) i Norges Bank (Norges Bank Investment Management) ustanawiają minimalne standardy inwestycji, które – przykładowo w Azji – mogą być korzystne zarówno

⁵ CalPERS: California Public Employees' Retirement System – Kalifornijski System Emerytalny Pracowników Publicznych.

dla inwestorów, jak i ogólnie dla społeczeństwa, jeżeli zostaną wdrożone kompleksowo w takich obszarach, jak jakość żywności czy wody pitnej.

Siedem wyżej syntetycznie scharakteryzowanych kategorii zrównoważonego inwestowania reprezentuje różne, a nawet unikatowe podejścia, które w praktyce mogą prowadzić do nietożsamyh wyników finansowych oraz zróżnicowanego wpływu na społeczeństwo. Inwestorzy mogą nie korzystać z żadnej z nich, wykorzystywać jedną z nich, niektóre lub wszystkie. Inwestorzy chcący rozwiązać konkretne problemy mają do wyboru różne kombinacje siedmiu możliwości (Krosinsky 2017). W wyniku odmiennych strategii mogą wystąpić pewne nieporozumienia w kwestii ESG, jednak są one przydatne do wyjaśnienia pewnego chaosu, jaki występuje w związku ze stosowaną terminologią (Krosinsky 2022). Dotyczy to w szczególności używania jednego określenia „inwestycje ESG” zarówno do pozytywnego, jak i negatywnego stosunku do alokacji środków, które mają wpływać na praktyki i efekty ESG, w tym także na ich spowalnianie.

2. Ustawodawstwo przeciwdziałające ESG (anty-ESG)

Tempo zrównoważonego finansowania w USA zostało spowolnione przez wzrost ruchu „anty-ESG”, zwłaszcza w okresie od połowy 2022 r. do końca 2023 r. Niektóre stany wykorzystały swoje uprawnienia legislacyjne do ograniczenia inwestycji w obszarze ESG, obawiając się przedkładania celów politycznych i społecznych nad cele finansowe, czy też wpływu, jaki inwestowanie ESG może mieć na ich lokalne gospodarki⁶. Kilka stanów zaproponowało lub przyjęło nowe ustawodawstwo, które zabrania lub znacząco ogranicza ich rządowi inwestowanie w strategię ESG czy prowadzenie interesów z instytucjami finansowymi, które przyjmują polityki ESG (Anti-ESG Bills) (Dial, Goldberg, Mann 2022). Stan Oklahoma (Carter 2023) dołączył niedawno do takich stanów, jak Floryda⁷ i Teksas (Hagan, Querolo 2023), uchwalając przepisy uniemożliwiające państwowym systemom emerytalnym uwzględnianie kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG) w polityce inwestycyjnej⁸. Brak jednolitości przepisów stanowych w tym obszarze,

⁶ Ustawy anti-ESG różnią się znacznie w zależności od stanu. Prawie wszystkie przyjęte stanowe ustawy przeciwdziałające ESG nakładają na podmioty państwowe obowiązek podjęcia określonych działań przeciwdziałających ESG, czy to wycofywania się ze spółek angażujących się w inwestycje ESG, czy też odmowy zawierania umów z podmiotami, które dopuszczają się dyskryminacji w obszarze ESG (której definicja różni się w zależności od stanu).

⁷ W 2023 roku gubernator Florydy podpisał ustawę mającą na celu blokowanie uwzględniania czynników ESG w decyzjach inwestycyjnych. Prawo wymaga, aby decyzje inwestycyjne (oraz decyzje dotyczące głosowania przez pełnomocnika) odnośnie do aktywów programów emerytalnych były podejmowane wyłącznie na podstawie „czynników pieniężnych”.

⁸ Źródła ruchu „anty-ESG” są znane i dobrze udokumentowane, począwszy od takich inicjatorów, jak Barre Seid, poprzez bardziej widocznych zwolenników, jak Leonard Leo i Heritage Foundation (Peters 2022). Potencjalny przyszły kandydat na prezydenta Ron DeSantis należy do polityków, którzy głośno wypowiadali się na forum „anty-ESG”, prawdopodobnie starając się o takie finansowanie. Prawie połowa stanów USA jest uważana za republikańską, a cykle wyborcze w USA zwykle przesuwają

oznacza, że podmioty działające w więcej niż jednym stanie mogą być zmuszone do dokonywania trudnych wyborów. Do tego konsekwencje ekonomiczne przepisów przeciwdziałających ESG nie zostały jeszcze określone, a zapewnienie zgodności z nimi stanowi już obecnie duże wyzwanie (Donefer 2023).

Tego rodzaju działania spowodowały, że Blackrock (największa na świecie firma zarządzająca aktywami, posiadająca na 30 czerwca 2023 roku – 9,42 biliona dolarów w zarządzaniu) przestał popierać uchwały prośrodowiskowe zgłaszane przez akcjonariuszy. W 2023 roku Blackrock głosował przeciwko takim uchwałom w 91% przypadków (Ligon 2023), co stanowi przykład skuteczności ruchu „anty-ESG”. Aktualny kierunek zmian w tym obszarze w USA obejmuje ustawodawstwo antymonopolowe (Latham i Watkins 2023). W zasadzie, w zależności od cykli wyborczych, rząd USA może przejść od przeznaczania miliardów czy bilionów dolarów na postęp klimatyczny poprzez ustawy o infrastrukturze i o ograniczaniu inflacji do wdrażania ustawodawstwa przeciwdziałającego ESG zarówno na szczeblu federalnym, jak i stanowym. To sprawia, że wybory i opinie Amerykanów mają istotne znaczenie dla postępu w dziedzinie klimatu w USA, tzn. czy będzie on trwał, czy się rozwijał i w jakim tempie.

W praktyce, niezależnie od ruchu legislacyjnego „anty-ESG”, aktywni zrównoważeni inwestorzy osiągnęli w długoterminowej perspektywie lepsze wyniki finansowe, uzyskując wyższe zwroty z inwestycji, a przy tym zwiększając kwotę zarządzanych aktywów o dziesiątki miliardów dolarów, dzięki zapewnieniu swoim klientom odpowiednich dochodów (Krosinsky i Mulji 2023).

3. Wyniki finansowe funduszy zorientowanych na zrównoważony rozwój

Biorąc pod uwagę niedawny wzrost liczby regulacji „anty-ESG” w niektórych stanach, Instytut Zrównoważonego Finansowania (SFI: Sustainable Finance Institute) (Krosinsky, Collins Ocumarez 2023) podjął próbę zbadania, jakie wyniki finansowe osiągały fundusze zorientowane na zrównoważony rozwój w imieniu swoich klientów. Badanie SFI obejmowało aktywnie zarządzane zrównoważone fundusze inwestujące w kapitał publiczny, które w szczególności dążą do maksymalizacji zwrotów finansowych dla swoich klientów przy jednoczesnym priorytetowym traktowaniu kwestii zrównoważonego rozwoju.

W analizie uwzględniono zarządzających aktywnymi funduszami dysponującymi aktywami o wartości ponad 10 miliardów dolarów (AuM), którzy prowadzili działalność przez ponad 10 lat i świadczyli usługi dla inwestorów z USA, gdzie koncentrował się ruch „anty-ESG”. W tabeli 1 zaprezentowano analizowane fundusze i uzyskane przez nie stopy zwrotu w trzech horyzontach inwestycji do 31 grudnia 2022 r.

wają się od lewicy do prawicy. A w nadchodzących latach dbający o kwestie społeczne i środowiskowe millennialsi odziedziczą wiele bilionów dolarów, stawiając amerykańskie instytucje finansowe w trudnej sytuacji.

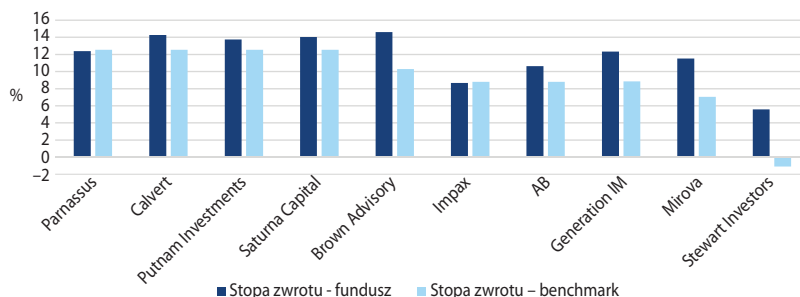
Tabela 1. Stopy zwrotu aktywnych zrównoważonych inwestycji w USA w horyzoncie 3, 5 i 10 lat (w %)

Analizowane fundusze		Roczna stopa zwrotu dla		
Zarządzający funduszem	Nazwa funduszu	3 lat	5 lat	10 lat
Generation Investment Management	Generation Core Equity	2,48	6,91	12,38
Parnassus	Parnassus Core Equity Fund	7,95	10,41	12,39
Calvert Research and Management	Calvert Equity Fund I	9,99	13,92	14,26
Putnam Investments	Putnam Sustainable Leaders Fund	7,31	10,87	13,75
Saturna Capital	Amana Growth Fund	12,09	13,92	14,02
Brown Advisory	Brown Advisory Large-Cap Sustainable Growth	7,92	12,28	14,61
Mirova	Mirova Global Sustainable Equity Fund	7,34	11,89	11,53*
Impax	Impax Global Environmental Markets Fund	5,85	5,35	8,67
Stewart Investors	Global Emerging Markets Sustainability Fund	2,12	3,19	5,57
AB	AB Sustainable Global Thematic	7,74	7,97	10,64

* Mirova Global Sustainable Equity Fund na dzień 31 grudnia 2022 roku działał od 9,5 roku, dlatego też stopa zwrotu za 10 lat odzwierciedla zwroty w ujęciu rocznym od momentu powstania.

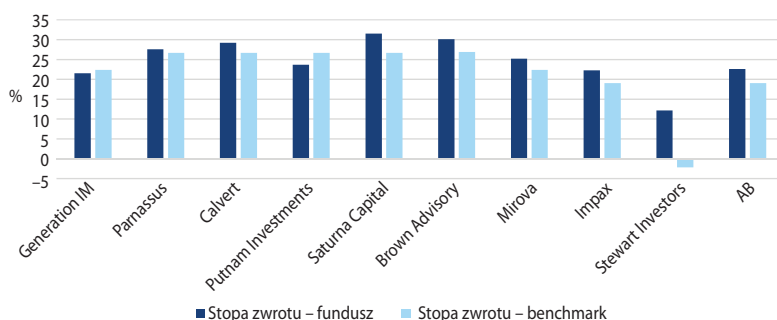
Źródło: Sustainable Finance Institute.

Analizując roczne stopy zwrotu dla 10 lat, osiem z dziesięciu funduszy osiągnęło wynik lepszy od swojego benchmarku o co najmniej 100 p.p. (rysunek 1). Cztery z ośmiu funduszy – największe fundusze zrównoważone zarządzane przez Generation Investment Management, Stewart Investors, Brown Advisory i Mirova – przekroczyły swój benchmark o ponad 3 p.p. Fundusze zorientowane na zrównoważony rozwój zarobiły średnio o 2,48 p.p. więcej niż ich benchmark. Tylko dwa fundusze osiągnęły stopę zwrotu w granicach 30 punktów bazowych niższą od benchmarku. W ciągu 10 lat żaden z funduszy nie osiągnął znacząco gorszych wyników, co wskazuje m.in. na korzyści i odporność inwestowania skoncentrowanego na ESG, jednocześnie zorientowanego na zrównoważony rozwój i kwestie finansowe.

Rysunek 1. 10-letnie roczne stopy zwrotu z aktywnych zrównoważonych funduszy w USA w porównaniu do benchmarku

Źródło: Sustainable Finance Institute.

Po pandemii COVID-19 i związanych z nią perturbacjach w łańcuchach dostaw oraz wobec wzrostu napięć geopolitycznych, rok 2022 był problematyczny dla większości inwestorów, niezależnie od tego, czy skupiali się na zrównoważonym rozwoju, czy nie. Indeks S&P 500 spadł o 18%, co uczyniło ten rok najgorszym okresem dla rynków od 2008. Te szokowe wręcz zmiany dotknęły zarządzających funduszami na rynkach globalnych, w tym inwestorów ukierunkowanych na zrównoważony rozwój. W tym okresie 8 z 10 analizowanych funduszy osiągnęło wyniki gorsze od swojego benchmarku, pomimo tego, że wcześniej, w latach 2020–2021 badane fundusze inwestycyjne osiągnęły wyniki lepsze od benchmarku. Osiem z dziesięciu funduszy w 2021 roku przekroczyło swoje benchmarki, osiągając średnio o 3,17 p.p. wyższą stopę zwrotu (rysunek 2).

Rysunek 2. Stopy zwrotu analizowanych funduszy w stosunku do benchmarku w 2021 roku

Źródło: Sustainable Finance Institute.

Analiza wyników funduszy w różnych perspektywach czasowych pomaga stwierdzić, jakie korzyści mogą uzyskać beneficjenci funduszy emerytalnych i inni inwestorzy zorientowani długoterminowo. Aktywni zrównoważeni inwestorzy starają

się chronić swoich klientów przed ryzykiem źle zarządzanych podmiotów, jednocześnie wykorzystując wiele możliwości wynikających z ciągłych innowacji oraz potencjalnych zmian preferencji konsumentów, jak również globalnej gospodarki. W szczególności z uwagi na ostatnio ujawniane nieprawidłowości, które spowodowały, że udziałowcy tracili nawet do 50 procent wartości inwestycji. Zaobserwowano, że takie fundusze w dłuższej perspektywie często osiągają lepsze wyniki finansowe od swojego benchmarku po uwzględnieniu ponoszonych opłat.

Dobre wyniki w zakresie aktywnego zrównoważonego inwestowania mają długą i pozytywną historię. Przeprowadzona w 2008 roku analiza 850 funduszy dostępnych na całym świecie, dla których zrównoważony rozwój był kwestią nadrzędną, wykazała lepsze wyniki od benchmarku w horyzoncie 1, 3 i 5 lat funduszy przyjmujących pozytywne podejście (Sustainable Investing 2008). Przeprowadzone pod koniec 2013 roku badanie Value Driver Model⁹ dla Global Compact i PRI (UN Global Compact) wykazało znaczną poprawę wyników (w ostatnich 3 latach przed badaniem) firm zmierzających w kierunku zrównoważonego rozwoju, w tym m.in.: wzrost udziału w rynku w wyniku orientacji w kierunku bardziej zrównoważonych produktów i usług, efektywniejsze zarządzanie ryzykiem, zwiększenie wydajności dzięki racjonalizacji energetycznej i strategiom optymalizacji zarządzania kapitałem ludzkim. Natomiast badanie przeprowadzone przez Brown University w 2018 roku wykazało, że aktywne zrównoważone inwestowanie w USA osiąga lepsze wyniki niż inwestowanie pasywne. Na jego podstawie ustalono, że w horyzoncie 3, 5, 10 i 20 lat aktywne zrównoważone inwestowanie częściej przynosiło lepsze wyniki finansowe, w przeciwieństwie do większości wszystkich aktywnych zarządzających, którzy w tym samym czasie osiągnęli gorsze wyniki od swoich benchmarków, po uwzględnieniu opłat.

Scharakteryzowane doświadczenia stanowią przesłanki do podważenia tezy, że „ESG” prowadzi do niższych zwrotów finansowych. Wręcz przeciwnie dokumentują, że aktywne zrównoważone inwestowanie jest strategią stwarzającą doskonałą okazję dla wszystkich zarządzających funduszami do wzięcia pod uwagę możliwości maksymalizacji wyników finansowych przy jednoczesnym przyczynianiu się do osiągnięcia poprawy społecznej.

Podsumowanie

Biorąc pod uwagę wyniki scharakteryzowanych badań, trudno udowodnić, że uwzględnienie kwestii ESG w podstawowej aktywnej strategii inwestycyjnej funduszu stanowi naruszenie obowiązku powierniczego. Natomiast wprowadzone przepisy ograniczające lub wręcz uniemożliwiające inwestycje ESG nie tylko mogą negatywnie wpływać na wyniki finansowe dla klientów, ale samo ich uchwalenie

⁹ Value Driver Model (Model czynników wartości) wykorzystuje kluczowe wskaźniki biznesowe do określenia i zilustrowania, w jaki sposób działania korporacyjne w zakresie zrównoważonego rozwoju przyczyniają się do ogólnych wyników.

należy postrzegać jako naruszenie kluczowego filaru ostrożności w zakresie obowiązku powierniczego. Przeciwnicy praktyk ESG twierdzą jednak, że uwzględnianie czynników ESG w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych stanowi naruszenie obowiązku powierniczego, argumentując, iż decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie potencjalnych stóp zwrotu, a nie uzależniane od czynników zewnętrznych. Argument ten opiera się na założeniu, że uwzględnienie koncepcji ESG spowoduje niższe zwroty finansowe, co w świetle przedstawionych danych nie znajduje potwierdzenia. Dodatkowe dowody na fałszywość tezy zwolenników ruchu anti-ESG można znaleźć w pracach Centrum Zrównoważonego Biznesu Uniwersytetu Nowojorskiego (CSB: NYU Stern's Center for Sustainable Business), w którym znajduje się ogólnodostępny zbiór akademickich studiów przypadków dotyczących strategii korporacyjnych, w szczególności tych prowadzących do lepszych zwrotów finansowych, a jednocześnie mających pozytywny wpływ na środowisko i społeczeństwo (CSB Research).

Uzupełnieniem powyższych analiz może być przypadek Brown Advisory Sustainable Growth Fund. Celem tego funduszu jest budowanie portfela inwestycyjnego opartego na podmiotach posiadających strategię zrównoważonego rozwoju, które generują wymierne korzyści biznesowe, jak: wzrost przychodów, redukcja kosztów lub zwiększona wartość franczyzy. Fundusz ten poszukuje firm, których produkty zapewniają przewagę konkurencyjną ze względu na czynniki wpływające na zrównoważony rozwój, jak: zasobooszczędne projekty lub produkcja, a także firm oferujących rozwiązania dla długoterminowych wyzwań związanych ze zrównoważonym rozwojem (Brown Advisory). W ciągu ostatnich dziesięciu lat strategia zrównoważonego wzrostu dotycząca dużych spółek wygenerowała średni roczny zwrot na poziomie 15%. Jednocześnie generowała ona pozytywne efekty dla otoczenia, począwszy od redukcji emisji po poprawę wyników zdrowotnych.

Coraz częściej zarządzający funduszami współpracujący z akcjonariuszami spółek publicznych angażują się w działania mające na celu uniknięcie katastrof, które w ostatnim czasie dotknęły wiele małych miasteczek, jak np. wykolejenie pociągu Norfolk Southern we Wschodniej Palestynie w stanie Ohio¹⁰. Takie zaangażowanie akcjonariuszy stanowi ważne ogniwo mechanizmów kontroli i równowagi w systemie finansowym, który potwierdza, że podmioty komunikują się z inwestorami w celu zapewnienia spełnienia akceptowalnych standardów bezpieczeństwa zarówno dla lokalnych społeczności, jak i pracowników, zwłaszcza w sytuacji, kiedy decydenci ograniczają te standardy, co generuje ryzyko mniej bezpiecznych warunków dla pracowników i ich rodzin. Brak zainteresowania interesariuszy ładem korporacyjnym prowadzi niekiedy do niepożądanych sytuacji, jakie wystąpiły np. w Boeing czy Southwest Airlines. Odnotowały one dramatyczne spadki cen akcji z powodu obaw

¹⁰ Norfolk Southern to kolejowa spółka publiczna obsługująca jedną z najbardziej ekspansywnych sieci kolejowych w kraju. W lutym 2023 r. w małym miasteczku East Palestine w stanie Ohio wykoleił się pociąg Norfolk Southern, co było jedną z największych katastrof ekologicznych w ostatnich latach w USA. W kolejnych dniach ogromne pożary spowodowały powstanie w powietrzu i nad pobliskimi miastami ciemnej chmury chemikaliów i dymu.

o bezpieczeństwo działalności czy brak minimalnych kompetencji operacyjnych kadr, w następstwie skoncentrowania się na wzroście wydajności i maksymalizacji zwrotów dla akcjonariuszy. Inwestorzy zorientowani na ład korporacyjny mogą pomóc w ustanowieniu minimalnych standardów dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstwa, które pozwolą zachować wartość dla inwestorów, co podkreślił podczas wydarzenia organizowanego przez Bloomberg Thomas DiNapoli – comptroller Stanu Nowy Jork, wyłącznego powiernika wartego 250 miliardów dolarów stanowego funduszu emerytalnego (NY State Common Retirement Fund) (Bloomberg 2023).

Pod wieloma względami Azja stanowi obecnie połowę globalnej gospodarki. Warto podkreślić, że ład korporacyjny ma zasadnicze znaczenie dla inwestorów amerykańskich, którzy rozważają inwestycje zagraniczne. W tym kontekście brak pożądanego ładu korporacyjnego w azjatyckich krajach rozwijających się może stanowić autonomiczny czynnik ograniczający zainteresowanie Amerykanów inwestycjami w tym regionie świata. Tym bardziej, że nadrzędnym obowiązkiem zarządzającego funduszami jako powiernika jest działanie w najlepszym interesie swoich klientów, a nieprzestrzeganie ładu korporacyjnego przez podmioty, gdziekolwiek na świecie, stanowi przesłankę do powstrzymania się przed alokacją środków ze względu na takie niewłaściwe praktyki. Na tym tle trudno zrozumieć popularyzację idei i uchwalanie ustaw „przeciwko ESG”, bez pogłębionej analizy tego procesu i wyciągnięcia obiektywnych wniosków.

Istnieją uzasadnione obawy, których nie należy lekceważyć, dotyczące „greenwashingu” oraz realnego wpływu zrównoważonego inwestowania, które uważane jest za istotne dla strategii *field building*¹¹ (Marti i in. 2023). Jednym z nadrzędnych celów zrównoważonego finansowania jest motywowanie inwestorów do uwzględnienia kwestii zrównoważonego rozwoju we wszystkich klasach aktywów, w taki sposób, aby stały się one czynnikiem procesu podejmowania decyzji alokacyjnych. W tym zakresie poczyniono już znaczne, aczkolwiek niewystarczające, postępy, na których przeszkodzie stoi obecnie ruch „anty-ESG”. Lepsze wyniki aktywnego zrównoważonego inwestowania to sygnał, że wysiłki „przeciwko ESG” nie będą skuteczne, przede wszystkim z uwagi na nadrzędny obowiązek powierniczy. Inwestorzy w przyszłości mogą zastosować podwójny filtr uwzględniający zarówno zrównoważony rozwój, jak i względy finansowe, o ile w poszukiwaniu lepszych zwrotów finansowych połączą kwestie ESG z doświadczeniem. Gdyby większość inwestorów stosowała takie podejście we wszystkich klasach aktywów, można byłoby mierzyć w ten sposób ich sukces, a także sukces regionów i podmiotów, w które inwestują, co pozwoliłoby w przyszłości na optymalizację zarówno wyników finansowych, jak i korzyści społecznych.

¹¹ Strategia polegająca na współpracy z wieloma organizacjami i interesariuszami, aby osiągnąć wspólny cel w ramach złożonego wyzwania społecznego.

Bibliografia

Berg F., Kölbl J., Rigobon R. (2022), *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, „Review of Finance”, Volume 26, Issue 6, November 2022, 1315–1344, <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670>

Bloomberg (2023), *New York Comptroller DiNapoli on Sustainability*, October 6, <https://www.bloomberg.com/news/videos/2023-10-06/new-york-comptroller-dinapoli-on-sustainability-video> (dostęp 5.01.2024).

BNEF (2022), *Investment Requirements of a Low-Carbon World: Energy Supply Investment Ratios*, October 6, <https://about.bnef.com/blog/investment-requirements-of-a-low-carbon-world-energy-supply-investment-ratios/> (dostęp 4.01.2024).

Brown Advisory, *Mutual Funds. Sustainable Growth Fund*, <https://www.brownsadvisory.com/mf/funds/sustainable-growth-fund> (dostęp 4.01.2024).

Carter R. (2023), *Anti-ESG Law benefiting State Economy*, October 1, <https://ocpathink.org/post/independent-journalism/anti-esg-law-benefiting-state-economy>

Climate Action 100+ (2021), *In stunning vote, shareholders elect two new directors put forth by shareholders as Exxonmobil, seeking climate expertise and action*, May 26, <https://www.climateaction100.org/news/in-stunning-vote-shareholders-elect-two-new-directors-put-forth-by-shareholders-at-exxonmobil-seeking-climate-expertise-and-action/> (dostęp 2.01.2024).

CSB Research, *Return on Sustainability Investment (ROSI™) Methodology*, <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/about/departments-centers-initiatives/centers-of-research/center-sustainable-business/research/return-sustainability-investment-rosi> (dostęp 4.01.2024).

CTVC (2022), *2022 climate tech: a year in review #131*, December 19, <https://www.ctvc.co/a-year-of-climate-tech-by-the-headlines-131/> (dostęp 2.01.2024).

Dial L., Goldberg E., Rachel Mann R. (2022), *The challenge of investing in the face of state anti-ESG legislation*, August 24, <https://www.reuters.com/legal/legalindustry/challenge-investing-face-state-anti-esg-legislation-2022-08-24/> (dostęp 5.01.2024).

DiNapoli T.P. (2021), *Progress Report on the New York State Common Retirement Fund's Climate Action Plan*, <https://www.osc.ny.gov/files/reports/special-topics/pdf/progress-report-climate-action.pdf> (dostęp 2.01.2024).

Donefer Ch. (2023), *State ESG laws in 2023: The landscape fractures*, May 31, <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/esg/state-laws/> (dostęp 5.01.2024).

Hagan S., Querolo N. (2023), *Texas Anti-ESG Push Is Coming for Insurers and Pensions in New Bills*, March 3, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-03/texas-anti-esg-bill-targets-public-pensions-insurers> (dostęp 2.01.2024).

Hale J. (2021), *Sustainable Equity Funds Outperform Traditional Peers in 2020*, <https://www.morningstar.com/funds/sustainable-equity-funds-outperform-traditional-peers-2020> (dostęp 2.01.2024).

Hand D., Ringel B., Danel A. (2022), *GIINSight: Sizing the Impact Investing Market 2022*, October 12, <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-market-size-2022/> (dostęp 2.01.2024).

Junkin A. (2015), *Update to The "CalPERS Effect" on Targeted Company Share Prices*, March 19, <https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/201505/invest/item08a-03.pdf> (dostęp 4.01.2024).

Katz M. (2018), *Tobacco, Weapons Exclusions Reduce Norway Fund's Returns*, March 8, <https://www.ai-cio.com/news/tobacco-weapons-exclusions-reduce-norway-funds-returns/> (dostęp 3.01.2024).

Krosinsky C. (2017), *The seven tribes of sustainable investing*, w: *Sustainable Investing: The Art of LongTerm Performance*, C. Krosinsky and N. Robinsed (eds.), Routledge, London and New York.

Krosinsky C. (2019), *NY State Common's climate plan*, April 19, <https://www.top1000funds.com/2019/04/ny-state-commons-climate-plan/> (dostęp 2.01.2024).

Krosinsky C. (2022), *ESG Reality Check Cheat Sheet*, July 11, <https://cskrosinsky.substack.com/p/esg-reality-check-cheat-sheet> (dostęp 4.01.2024).

Krosinsky C. (2023), *The Impact of the Seven Tribes*, January 9, <https://cskrosinsky.substack.com/p/the-impact-of-the-seven-tribes> (dostęp 5.01.2024).

Krosinsky C., Collins Ocumarez F. (2023), *Measuring the Impact of the AAFC Equipment "As-A-Service" (EASE®) Program on Healthcare Provision and Equity in Africa*, <https://sfini.org/reports> (dostęp 3.01.2024).

Krosinsky C., Mulji S. (2023), *Implications of the outperformance of active sustainable investing*, March 14, <https://illumine.com/illuminevoices/implications-of-the-outperformance-of-active-sustainable-investing> (dostęp 3.01.2024).

Krosinsky C., Warshauer E., Collado D., Guest T., Purdom S., O'Rourke Reed P. (2021), *Invest NYC SDG: A Finance White Paper. Models for Financing the UN Sustainable Development Goals*, NYU Stern CSB, New York.

Latham & Watkins (2023), *ESG and Antitrust & Competition Practices*, May 15, <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/ESG-initiatives-face-increased-pressure-potential-antitrust-challenges.pdf> (dostęp 2.01.2024).

Ligon C. (2023), *BlackRock voted against a record 91% of all shareholder proposals in 2023 proxy season*, August 23, <https://www.pionline.com/esg/blackrock-voted-against-record-91-shareholder-proposals-2023-proxy-season#:~:text=Exxon%20Mobil%20Corp.,BlackRock%20Inc.,year%2C%20its%20latest%20report%20shows> (dostęp 2.01.2024).

Marti E., Fuchs M., Desjardine M., Slager R., Gond J.-P. (2023), *The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review*. „Journal of Management Studies”, https://pure.rug.nl/ws/portalfiles/portal/673516394/J_Management_Studies_2023_Marti_The_Impact_of_Sustainable_Investing_A_Multidisciplinary_Review.pdf (dostęp 5.01.2024).

Morgan Stanley (2019), *Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High*, September 12, <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-survey-finds-investor-enthusiasm-for-sustainable-#:~:text=95%25%20>

of%20millennials%20now%20express,specific%20environmental%20or%20social%20outcomes (dostęp 2.01.2024).

Norges Bank Investment Management, <https://www.nbim.no/> (dostęp 4.01.2024).

Peters A. (2022), *The secret money fueling the conservative anti-ESG push*, December 19, <https://www.fastcompany.com/90824901/secret-money-fueling-conservative-anti-esg-push#:~:text=The%20funding%20comes%20from%20large,launched%20an%20anti-%20DESG%20campaign> (dostęp 2.01.2024).

SEC (2022), *SEC Proposes to Enhance Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices*, May 25, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92> (dostęp 2.01.2024).

Sustainable Investing: The Art of LongTerm Performance (2008), C. Krosinsky and N. Robinsed (eds.), Routledge, New York.

UN Global Compact, *Implement the Value Driver Model*, <https://unglobalcompact.org/take-action/action/value-driver-model> (dostęp 4.01.2024).

World Economic Forum (2022), *What is sustainable finance and how it is changing the world*, January 20, <https://www.weforum.org/agenda/2022/01/what-is-sustainable-finance/#:~:text=And%20the%20level%20of%20sustainable,according%20to%20analysis%20by%20Bloomberg> (dostęp 4.01.2024).

YaleNews (2021), *New principles regarding fossil fuels to guide Yale's endowment*, April 16, <https://news.yale.edu/2021/04/16/new-principles-regarding-fossil-fuels-guide-yales-endowment> (dostęp 3.01.2024).